

# Quarterly Insight

2° Trimestre 2024



Zach Lieberman «Cone overlaps with noise» - 2023  
© CBH Private Collection



## Conteúdo

A Nova Palavra Com "R": Resiliência	1
Perspetivas Macroeconómicas	3
Visão Por Classe De Ativos	7
Estratégia De Investimento	8

# A Nova Palavra Com "R": Resiliência

Las condiciones macroeconómicas mostraron signos de mejora en el 1T, lo que fomentó un optimismo moderado en las perspectivas de riesgo. Sin embargo, persisten muchos riesgos. Esto se traduce en carteras bien diversificadas, que asignan riesgo principalmente a la renta variable y a inversiones alternativas.

## Em Poucas Palavras

A economia resiliente dos EUA deverá reforçar o crescimento dos lucros e melhorar as perspectivas do mercado acionista americano.

Embora o momento seja incerto, é provável que a Reserva Federal (Fed) e o Banco Central Europeu (BCE) comecem a reduzir as taxas durante o verão.

Mantemo-nos cautelosos quanto às perspectivas para a China, devido à fraqueza persistente do mercado imobiliário e aos níveis moderados de consumo.

A política monetária e as forças macroeconómicas devem empurrar os rendimentos do Estado para baixo, o que significa que a oportunidade de obter rendimento e duração provavelmente desaparecerá.

As perspectivas a médio prazo para o ouro são apoiadas pela procura dos bancos centrais e pela perspectiva de rendimentos reais ligeiramente mais baixos nos EUA.

A nossa posição em relação ao crédito permanece globalmente neutra, aguardando um alargamento moderado dos diferenciais de crédito para reafectar alguma exposição do grau de investimento para o alto rendimento.

Por enquanto, estamos a concentrar o nosso orçamento de risco em ações e investimentos alternativos.

Que primeiro trimestre cheio de acontecimentos! Já perdemos a conta ao número de ativos que atingiram máximos históricos desde o início do ano: Nasdaq 100, S&P500, Europe Stoxx 600, Bitcoin, Ouro, Nvidia... Sem dúvida, os mercados financeiros refletem atualmente uma perspectiva otimista. A recessão que foi muito antecipada no início de 2023 não se materializou, e não pensamos que se materialize, pelo menos nos EUA. Além disso, um ano após o colapso do Silicon Valley Bank, que provocou fortes receios de instabilidade no sistema financeiro mundial, as preocupações parecem ter sido exageradas. No entanto, será que os riscos desapareceram realmente, ou estamos numa espécie de euforia do "medo de perder algo" que levanta todos os barcos ao mesmo tempo?

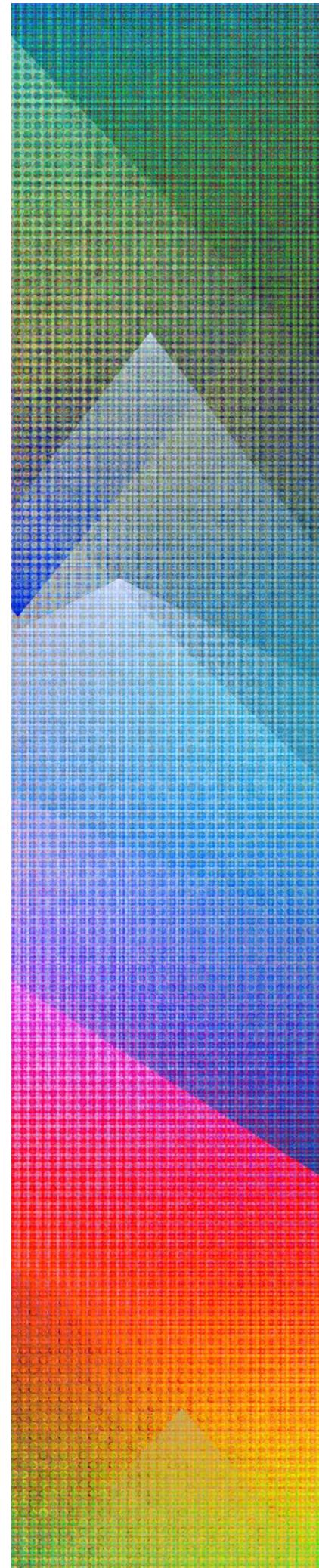
Para já, a questão fundamental para os investidores continua a ser a mesma: quando é que a Fed vai começar a reduzir as taxas e quais são as perspectivas para a taxa diretora? Esta questão é igualmente importante na Europa. Desde o início do ano, o mercado reavaliou drasticamente as suas perspectivas de cortes, de 7 para 3, depois de os oradores da Fed terem insistido que não tinham pressa em aliviar as condições monetárias e que preferiam chegar tarde do que cedo. Defendemos que o momento exato do início do ciclo de flexibilização não é o mais importante do ponto de vista do investimento a médio prazo. Será que faz realmente alguma diferença se a Fed começar a cortar em junho ou julho? Como humildes participantes no mercado, acreditamos que prever com exatidão a direção do próximo movimento já seria um feito e tanto. O nosso cenário de base é mais consensual, mas reconhecemos um cenário plausível em que a Fed mantém a sua taxa máxima de política monetária estável ao longo do ano devido ao facto de a inflação se tornar mais rígida do que o esperado. Os mercados estão mal preparados para este resultado, o que amortecerá a tendência de subida dos ativos de risco.

É claro que temos de reconhecer o papel da inteligência artificial (IA), que tem provado repetidamente ser um fator-chave para os mercados. Embora a IA não seja nova, a introdução da IA generativa no ano passado desbloqueou verdadeiramente o seu potencial. Estamos muito entusiasmados com as suas perspectivas a médio e longo prazo. No entanto, a nossa preocupação reside mais na natureza humana e na sua tendência para reagir de forma exagerada ao aparecimento de uma nova tecnologia. O entusiasmo da narrativa segue frequentemente um ciclo de expansão e recessão. Ainda não chegámos a esse ponto, mas o perigo persiste nas nossas mentes.

No campo das incógnitas conhecidas, a geopolítica e as próximas eleições presidenciais nos EUA são fatores significativos. Acreditamos que entrámos numa nova era de tensões geopolíticas crescentes e de conflitos regionais que surgem em todo o mundo. Construir uma estratégia de investimento em torno destas considerações difíceis de prever é um desafio. Quanto às próximas eleições nos EUA, parece que o jogo será entre Biden e Trump, mas é provável que o interesse do mercado por este tema só se intensifique no final do ano.

É certo que estamos pouco à vontade com o forte desempenho dos ativos de tipo “momentum” desde o início do ano. Com um sentimento excessivamente complacente, a ânsia de continuar a perseguir os ativos em alta não é sinal de uma tendência de subida saudável e sustentável. Os fortes surtos de desempenho superior do “momentum” costumam ser reiniciados com uma súbita inversão. No entanto, para além destas considerações de curto prazo, há razões para ser moderadamente otimista quanto às perspetivas económicas nas economias desenvolvidas, o que deverá beneficiar os ativos de risco a médio prazo. Prevê-se que os lucros das empresas cresçam a dois dígitos nos EUA, que a política monetária se torne mais flexível em muitos países e que os balanços das empresas e das famílias permaneçam sólidos, apesar do aumento mais brutal das taxas diretas em 50 anos.

Acreditamos que o nosso atual posicionamento bem diversificado, com uma sobre ponderação moderada em ações e investimentos alternativos, é adequado para aproveitar as oportunidades e, ao mesmo tempo, gerir as curvas que se avizinham.



# Perspetivas Macroeconómicas

## Economia americana resiliente

A economia dos EUA tem demonstrado uma resiliência notável nos últimos trimestres, e as expectativas de crescimento para este ano aumentaram de 0,6% em agosto passado para 2,2% (consenso da Bloomberg). Na nossa opinião, esta resiliência vai continuar nos próximos meses e acreditamos que a economia dos EUA vai conseguir uma rara aterragem suave. Este ciclo económico pós-pandémico continua a desafiar as expectativas, tornando assim a confiança no velho manual algo obsoleto.

Embora o consumidor norte-americano já não possa contar com o excesso de poupanças acumuladas durante a era pandémica, que estão quase esgotadas, ainda prevemos vários ventos favoráveis para impulsionar as despesas das famílias. Em primeiro lugar, apesar da desaceleração do crescimento dos salários, as pressões inflacionistas estão a desaparecer mais rapidamente, o que resulta num crescimento positivo dos salários reais que apoia o poder de compra. Em segundo lugar, com um mercado de trabalho ainda robusto, a confiança dos consumidores está a aumentar, tal como indicado pelo Índice de Sentimento do Consumidor da Universidade de Michigan.

### Crescimento dos salários reais nos EUA

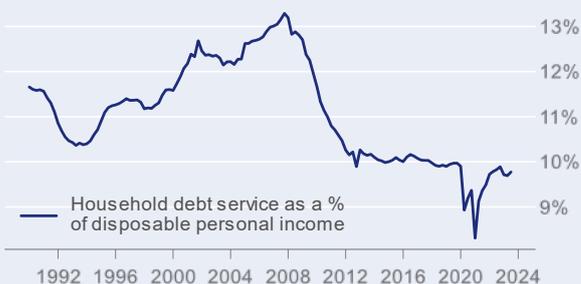
O crescimento dos rendimentos reais é um fator determinante para os consumidores norte-americanos



Embora reconheçamos que alguns segmentos da população, como as pessoas com baixos rendimentos e os jovens, estão sob pressão, como evidenciado pelo aumento das taxas de incumprimento dos cartões de crédito e dos empréstimos para aquisição de automóveis, o balanço médio das famílias permanece saudável. A percentagem do rendimento disponível gasta com o serviço da dívida situa-se em 9,8%, um pouco abaixo da média de 10 anos anterior à COVID-19. Assim, o aumento das taxas diretas não deteriorou materialmente as finanças das famílias, em parte porque os proprietários refinanciaram as suas hipotecas durante a era da taxa zero e apenas um terço está sujeito a taxas hipotecárias superiores a 7%.

### Serviço da dívida das famílias americanas

O balanço do consumidor médio dos EUA mantém-se saudável



Além disso, o património líquido do agregado familiar médio dos EUA (excluindo os 10% mais ricos) aumentou mais de 6% ao ano, graças, em parte, ao dinamismo dos mercados de ações, numa altura em que as ações representam 40% dos ativos financeiros dos agregados familiares, um nível apenas marginalmente ultrapassado durante a recuperação do mercado pós-pandemia.

Apesar de ainda apertado em relação aos padrões históricos, medido pela criação de emprego (folhas de pagamento não agrícolas), o mercado de trabalho iniciou uma normalização gradual que pode ser vista à superfície. Os novos postos de trabalho são predominantemente a tempo parcial, um número recorde de pessoas está a trabalhar em dois empregos para fazer face às despesas e a taxa de abandono voluntário de emprego diminuiu. Na nossa opinião, a taxa de abertura de postos de trabalho aumentou tanto na sequência da COVID-19 que o atual abrandamento da procura de mão de obra é apenas uma redução do excesso de mão de obra. É certo que se trata de uma fonte de abrandamento, mas não deve fazer cair a economia dos EUA numa recessão.

No mundo empresarial, os serviços estão a mostrar uma resiliência notável, com a média de seis meses do Índice de Serviços ISM a situar-se em 52,6. A indústria transformadora, que contraiu no início de 2021-2022, está a dar sinais de recuperação, como indicado pelo rácio entre novas encomendas e existências no Índice ISM Manufacturing. A habitação também está a dar sinais de vida, com os preços das casas a subirem 6,6% em média, em termos anuais, nas 20 maiores cidades.

## Indústria e habitação

Sectores cíclicos mostram sinais de recuperação precoce



Uma das razões pelas quais o aumento dramático das taxas diretas não desencadeou uma recessão é o facto de as empresas americanas terem refinanciado com prazos de vencimento longos durante a era da taxa zero, mantendo os custos de financiamento agregados razoáveis. Além disso, o acesso ao crédito tornou-se menos restritivo, com a percentagem de bancos que referem uma maior restritividade dos critérios de concessão de crédito a cair de 50% no final do 3T23 para apenas 14% atualmente. Quando consideramos outros elementos, como os mercados de ações em medidas compostas, as condições financeiras não são restritivas segundo padrões históricos. Na nossa opinião, este facto apoia fortemente a narrativa da aterragem suave.

Contribuindo para o cenário macroeconómico benigno, a liquidez global no sistema financeiro dos EUA tem vindo a aumentar desde o 2T23. Embora a Fed esteja a reduzir o seu balanço com o seu aperto quantitativo (QT), o esgotamento do seu programa de acordos de recompra reversa (PRR) atuou como um impulso de liquidez. À medida que o PRR chega ao fim, existe o risco de redução da liquidez se a Fed continuar o seu QT por um período alargado. A este respeito, consideramos que as palavras do Presidente Powell no último FOMC são tranquilizadoras, uma vez que deu a entender que está iminente uma decisão sobre a trajetória futura do QT. Por enquanto, a liquidez permanece ampla e continua a oferecer um vento macro favorável aos ativos de risco.

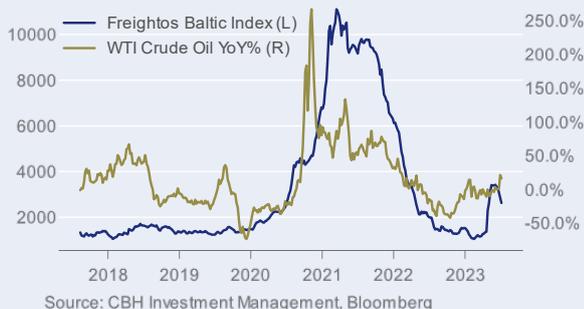
Apesar dos soluços ocasionais no processo de desinflação, mantemos a nossa opinião de que a Fed começará a reduzir as taxas em junho ou julho. Esperamos, portanto, que a política monetária se torne favorável nos próximos trimestres. Além disso, acreditamos que a política fiscal também pode desempenhar um papel neste domínio, como um potencial corte de impostos que acrescentaria 0,5% ao crescimento do PIB em 2024.

## A desinflação das rendas deve levar a Fed a cortar

A desinflação "fácil" resultante da normalização dos choques pandémicos (ou seja, principalmente as perturbações nas cadeias de abastecimento e o aumento dos preços das matérias-primas) já passou há muito tempo. Com a economia dos EUA a manter-se resiliente e o mercado de trabalho forte, acreditamos que a última milha para o objetivo de 2% da Fed deverá demorar algum tempo. Dados recentes dão crédito a esta hipótese, com o IPC global a cessar o seu declínio desde junho de 2023 e a inflação supercore a aumentar mesmo de 3,75% em novembro de 2023 para 4,3% em fevereiro de 2024. Apesar de a produção petrolífera dos EUA ter atingido a sua capacidade máxima (prevê-se que ultrapasse os 13,19 milhões de barris por dia em 2024, de acordo com a Energy Information Administration), os preços do petróleo bruto voltaram a subir acima dos 80 dólares, o que representa um risco de novas pressões inflacionistas a curto prazo. Além disso, as taxas de transporte marítimo aumentaram recentemente devido às tensões no Golfo de Aden.

### A desinflação poderá marcar uma pausa temporária

A energia e o transporte de mercadorias poderão contribuir para a rigidez da inflação



O nosso cenário de base é de que se trata de soluções de curto prazo, e esperamos que o IPC subjacente continue a registar uma tendência mais baixa. Nomeadamente, a inflação dos alojamentos, que representa cerca de dois terços do IPC, diminuiu de 8,2% para 5,8%. Os principais indicadores, como o Zillow Rent Index, indicam que a inflação das rendas deverá normalizar-se para 3,5% nos próximos 10 meses. Embora este prazo possa ser mais longo do que o previsto pelo mercado, a direção continua a ser a de uma inflação de base mais baixa. Por conseguinte, este facto não deve fazer descarrilar a Fed dos seus planos de implementar cortes nas taxas este ano. O nosso pressuposto é que a Reserva Federal reduzirá as taxas em junho ou julho, salvo novas surpresas positivas em termos de inflação.

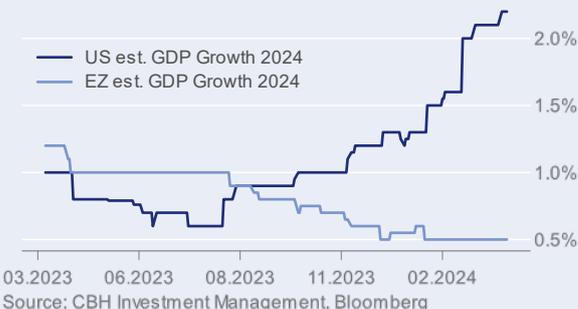
Embora a economia dos EUA permaneça resiliente, pre vemos um abrandamento no segundo semestre, o que deverá exercer uma pressão descendente sobre os rendimentos. As preocupações relativas a um possível desequilíbrio entre a oferta e a procura durante os leilões de títulos do Tesouro já diminuíram e acreditamos que qualquer movimento no rendimento a 10 anos dos EUA acima de 4,30% representa uma oportunidade atrativa para aumentar a duração.

## Crescimento lento mas positivo na zona euro

A trajetória das expectativas de crescimento para a economia da Área do Euro (AE) divergiu substancialmente da dos EUA, com o consenso para o crescimento em 2024 a diminuir para 0,5%, em comparação com o aumento para 2,2% projetado para os EUA. Dito isto, acreditamos que o pior já passou, como evidenciado pela melhoria do Índice de Surpresa Económica desde o verão passado. Embora a indústria transformadora continue fraca, os serviços recuperaram fortemente desde setembro passado, com o Índice de Gestores de Compras (PMI) dos serviços a regressar ao território de expansão, com 51. Embora seja provável que o crescimento dos salários tenha atingido o seu ponto máximo, o crescimento dos salários reais continua a ser (pouco) positivo, uma vez que a inflação tem caído a um ritmo mais rápido. Esta tendência deverá continuar a apoiar a recuperação da confiança dos consumidores e o aumento das despesas das famílias. Como vemos alguns rebentos verdes, esperamos que o crescimento aumente ligeiramente no final do ano e em 2025.

### 2024 est. crescimento do PIB

O crescimento da ZE foi revisto em baixa

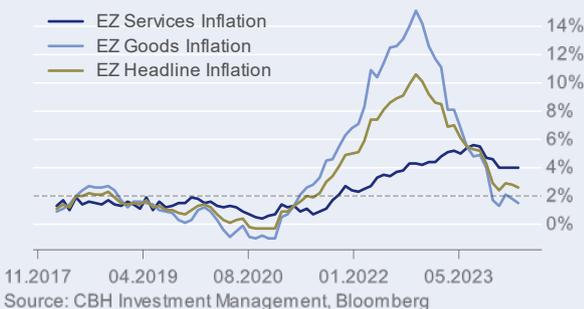


No entanto, quaisquer impulsos de crescimento na Zona Euro (ZE) deverão manter-se moderados. Embora uma medida da taxa de desemprego ponderada pelo PIB para as maiores economias da ZE esteja no seu nível mais baixo desde os anos 80, o recente aumento do desemprego nos países centrais, como a França e a Alemanha, não augura nada de bom.

O impulso desinflacionista na ZE é bastante notável, uma vez que uma grande parte das pressões inflacionistas iniciais teve origem nos preços da energia, que rapidamente se normalizaram. Todos os componentes do IPC estão numa tendência descendente, exceto a energia, que ainda é negativa, mas tem vindo a aumentar novamente desde outubro. Embora a inflação global tenha cessado o seu declínio desde novembro passado, vemos sinais de que a inflação dos serviços deverá ser a última a cair. Esperamos também que o IPC global se aproxime do objetivo do BCE mais cedo do que nos EUA.

## Inflação na zona euro

A inflação dos serviços deverá continuar a descer



Acreditamos que o BCE deve começar a flexibilizar a sua política monetária mais cedo do que a Fed, uma vez que a inflação irá provavelmente atingir o seu objetivo mais cedo e a situação macroeconómica é menos favorável. No entanto, os padrões históricos mostram que o BCE tem-se absterido frequentemente de atuar antes da Reserva Federal. Com o Banco Nacional Suíço a iniciar a festa dos cortes nas taxas em março, demonstrando uma coragem notável, prevemos um aumento da pressão sobre o BCE para começar a cortar as taxas já em junho.

## O mercado imobiliário chinês continua em queda

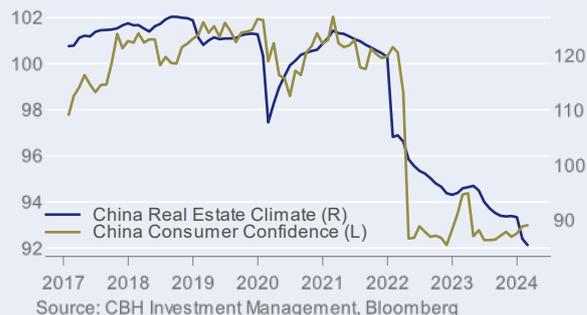
A China atingiu finalmente o seu objetivo de crescimento no ano passado, registando um crescimento real do PIB de 5,2%. No entanto, a dinâmica económica vacilou no final do ano, com um crescimento nominal de 4,2% no quarto trimestre, devido à contínua fraqueza do sector imobiliário e do consumo, bem como às persistentes forças deflacionistas.

Embora os dados macroeconómicos tenham sido mistos ao longo dos últimos seis meses, tal como indicado por um Índice de Surpresa Económica bastante estável, as autoridades chinesas aumentaram as medidas de apoio no primeiro trimestre, nomeadamente através da redução das taxas hipotecárias para apoiar um mercado imobiliário ainda moribundo. Os investidores reagiram positivamente a este muito aguardado aumento da política de apoio, com o Índice CSI 300 a recuperar mais de 10% em relação ao seu mínimo de fevereiro. Dito isto, esta recuperação pode ser parcialmente atribuída a políticas direcionadas para apoiar o mercado, incluindo a compra de ações pelo governo e a proibição de vendas a descoberto. Então, será que esta recuperação é apenas mais um salto de gato morto ou uma nova tendência cíclica de alta?

Continuamos cétricos. A fraqueza do mercado imobiliário persiste, com quedas nos preços, início de construção de casas e novos investimentos observados durante o 1T24. Uma vez que o sector imobiliário é a maior componente da riqueza das famílias chinesas, a sua recessão afeta a economia em geral através do efeito riqueza e da confiança dos consumidores. O pior pode já ter passado para o mercado imobiliário, mas o caminho para a recuperação será provavelmente longo e cheio de obstáculos.

## Mercado imobiliário chinês

O mercado imobiliário continua a pesar na confiança dos consumidores



A deflação continua a ser um risco se o consumo se mantiver fraco e se o governo reagir estimulando ainda mais o investimento na indústria transformadora, o que poderá agravar a pressão sobre os preços e as margens dos bens. Embora a combinação de políticas seja ligeiramente expansionista, os decisores políticos têm-se absterido, até à data, de proporcionar estímulos dirigidos às famílias.

Embora o entrave ao crescimento decorrente da recessão imobiliária deva ser menor em 2024, o impulso económico pós-reabertura da pandemia dissipou-se em grande medida. Por conseguinte, no cômputo geral, acreditamos que a fraqueza persistente no sector imobiliário e no consumo conduzirá a um menor crescimento, e o objetivo de crescimento de 5% para 2024 parece cada vez mais ambicioso. Na nossa opinião, a trajetória de crescimento da China depende fundamentalmente do apoio político, em especial das medidas destinadas ao sector imobiliário e às famílias.



## Visão Por Classe De Ativos

	Less attractive	Neutral	More attractive
Sovereign Bonds			
		USD Long-Term	USD Short & Mid-Term
		EUR Long-Term	EUR Short & Mid-Term
Invest. Grade Bonds			
		USD Short-Term	USD Mid & Long-Term
		EUR Short-Term	EUR Mid & Long-Term
Other Fixed Income			
	Convertibles	Emerging Debt	Short-Term High Yield
		High Yield	
		Financial Subordinated	
Equities			
	Europe	Emerging ex-China	United States
	China		Large Cap Growth
			Global Technology
Alternatives			
		Gold	Multi Assets
			HF CTA
			HF Global Macro
			HF L/S Equity
Currencies			
	CHF	USD	
		EUR	

# Estratégia De Investimento

## As revisões em alta do crescimento dos EPS impulsionam as ações

No início de 2023, o mercado estava a preparar-se para uma recessão aparentemente inevitável. Embora isso não tenha acontecido (ainda), os lucros dos EUA sofreram uma breve contração no primeiro semestre de 2023. Quando o mercado começou a avaliar a narrativa da aterragem suave e a próxima flexibilização da política monetária da Fed, os lucros começaram a recuperar no 3T23. O mercado continua otimista quanto às perspetivas de crescimento dos lucros, com os analistas a esperarem um crescimento de cerca de 10% dos EPS nos EUA este ano. Mais notável ainda, as expectativas de crescimento aumentaram desde o início do ano em 2,5% para o S&P500, um caso raro que realça o otimismo em torno do crescimento dos lucros. As expectativas são particularmente elevadas para a tecnologia (+18,2%), os serviços de comunicação (+17,6%) e os cuidados de saúde (+15,1%).



No ano passado, o avanço no mercado acionista dos EUA foi impulsionado principalmente pela expansão múltipla (ou seja, as ações tornaram-se mais caras), como evidenciado pelo aumento do NTM PE para o S&P500 de 16,8x para 19,7x. Dadas as expectativas de crescimento dos EPS, pensamos agora que os lucros têm o potencial para assumir o controlo e apoiar uma maior subida dos mercados acionistas. Embora não esperemos que as margens se expandam devido à diminuição do poder de fixação de preços e ao aumento dos custos de financiamento, esperamos que as receitas registem um crescimento decente num contexto de perspetivas macroeconómicas favoráveis. Como a economia dos EUA está preparada para evitar uma recessão e é provável que o crescimento aumente até 2025, uma vez que se prevê que a Reserva Federal reduza as taxas antes do final do ano, o mercado acionista já teve em conta esta trajetória e esta é uma das razões pelas quais as ações têm estado em alta desde outubro passado.

É claro que há riscos neste cenário cautelosamente otimista. Há sempre. Na nossa opinião, o maior risco seria uma reavaliação acentuada da trajetória da política monetária da Fed. A curto prazo, isso poderia levar a uma reavaliação do crescimento económico e das expectativas de lucros, diminuindo o sentimento do mercado. Embora

este não seja o nosso cenário de base, uma vez que esperamos que a Fed comece a cortar em junho ou julho, consideramos plausível um cenário em que a inflação se torne mais rígida do que o esperado e o mercado de trabalho permaneça mais resistente durante mais tempo. Se acrescentarmos a isso a interferência das eleições de novembro, a possibilidade de a Fed não efetuar cortes este ano não é nula. Dada a atual elevada complacência e apetite pelo risco do mercado, uma tal reavaliação poderia ter efeitos prejudiciais.

Outro risco importante reside na concentração do mercado e na narrativa da IA. Embora acreditemos firmemente no potencial de longo prazo da IA, à semelhança da introdução da Internet no final dos anos 90, preocupa-nos que a narrativa em torno da IA tenha ficado um pouco fora de controlo, podendo conduzir a um reinício do mercado. Isso poderia ser particularmente prejudicial para o mercado de ações dos EUA, onde parte do otimismo subjacente ao desempenho superior estelar do crescimento das mega capitalizações e do Magnificent 7 (Mag7) reside na narrativa generativa da IA. Outra fonte de preocupação relativamente às Mag7 é o facto de contribuírem para mais de metade do crescimento esperado dos lucros do S&P500 este ano. Como a fasquia é elevada para estas ações, qualquer desilusão poderá desencadear uma reavaliação das expectativas de crescimento dos lucros, pesando sobre os índices de referência do mercado. No entanto, por enquanto, como já escrevemos neste sentido, enquanto as empresas de crescimento de mega capacidade cumprirem as exigentes expectativas de lucros, é provável que continuem a apoiar o mercado.

Embora estejamos moderadamente otimistas quanto às perspetivas a médio prazo para as ações, temos apreensões a curto prazo. Os mercados desenvolvidos registaram um desempenho notável desde o final de outubro do ano passado, e ainda mais desde o início do ano. O forte desempenho superior das ações dinâmicas reflete a vontade dos participantes no mercado de comprarem ações com desempenho superior recente, independentemente da avaliação. Dado o atual sentimento de risco global, que pode ser descrito como muito complacente, vemos isto como uma indicação de que o mercado está numa perigosa mentalidade de "FOMO". Longos períodos de desempenho superior do momentum geralmente terminam com uma inversão súbita e uma rotação para os retardatários.

## Desempenho acumulado dos factores de acções dos EUA

Os mercados financeiros foram dominados pelo dinamismo no primeiro trimestre



Entramos no segundo trimestre com uma posição de sobre ponderação em acções. Estamos sobre ponderados em relação às acções dos EUA com uma tendência de crescimento (embora neutros em relação ao Mag7). Esperamos que o cenário macroeconómico benigno reforce as expectativas e o sentimento positivos em relação aos lucros. Também estamos sobre ponderados na bolsa de acções táticas, onde vemos um terreno fértil para a escolha ativa de acções pela elevada dispersão de rendimentos até ao momento.

Em contrapartida, estamos ligeiramente subponderados em relação às acções europeias devido a preocupações com as condições macroeconómicas, e acreditamos que a baixa exposição a acções de crescimento não é a melhor utilização do nosso orçamento de risco para acções. A Europa é um mercado de valor, e ainda não vemos uma rotação duradoura para acções de valor nesta fase do ciclo. Dito isto, ficámos positivamente surpreendidos com o desempenho recente das acções europeias, que foram apoiadas pelas acções de grande capitalização conhecidas como “Granolas”.

Estamos subponderados nos mercados emergentes, uma vez que continuamos cautelosos em relação à China, que representa mais de um terço do complexo. Apesar de um argumento de valor convincente, particularmente para as empresas tecnológicas chinesas, o sentimento negativo prevalece por enquanto, e pensamos que continuará a ser o pano de fundo subjacente até que o mercado imobiliário tenha começado a recuperar de forma convincente. No entanto, vemos oportunidades específicas nos mercados emergentes, como o Brasil e a Índia, que podem justificar a inclusão em exposições mais granulares às acções.

O Japão continua a ser um mercado atractivo, uma vez que o país está a emergir de um período deflacionário de várias décadas, com reformas estruturais no sector empresarial que proporcionam ventos favoráveis a médio prazo. Após o forte desempenho superior recente, abtemo-nos de perseguir a dinâmica, uma vez que se tornou um mercado muito concorrido. Além disso, ainda não se sabe como é que o mercado acionista japonês irá lidar com o pivot do Banco do Japão e com taxas ligeiramente mais elevadas.

## O crédito ficou ainda mais rico no primeiro trimestre

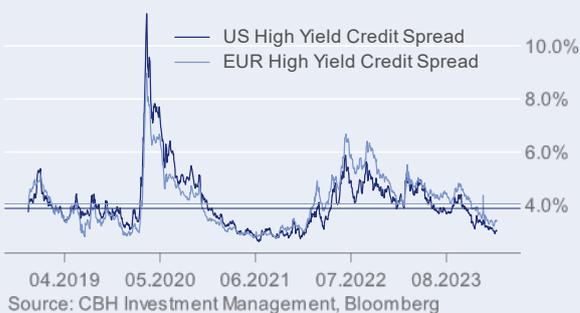
À primeira vista, as perspetivas para o crédito continuam a ser atrativas, uma vez que a descida da inflação e um cenário de crescimento moderadamente positivo nas economias desenvolvidas proporcionam fortes ventos favoráveis. No entanto, a nossa opinião sobre o crédito é o resultado de uma arbitragem entre os factores fundamentais, a avaliação e os aspetos técnicos.

Fundamentalmente, a maior parte do mercado de crédito (ou seja, o segmento BB e superior) melhorou na sequência da COVID-19. Por enquanto, os custos de financiamento mais elevados devido às taxas diretoras mais rigorosas estão a afetar sobretudo as empresas com notações mais baixas.

O mercado de crédito há muito que adotou o cenário de aterragem suave, e os diferenciais de crédito são apertados de acordo com os padrões históricos. De facto, os diferenciais de crédito tornaram-se ainda mais apertados durante o primeiro trimestre, na sequência das revisões em alta do crescimento dos EUA. Isto levanta a questão: o crédito está a ser cotado para a perfeição? Tendemos a pensar que muitas das notícias positivas já estão a ser avaliadas, uma vez que o alto rendimento (HY) dos EUA e da Europa, juntamente com a dívida emergente, estão entre o quartil superior dos diferenciais de crédito mais apertados da história. Mesmo o segmento de grau de investimento (IG) parece rico.

## Diferenciais de crédito do alto rendimento

O alto rendimento parece rico em ambos os lados do Atlântico



De um ponto de vista técnico, a procura de crédito continua forte, uma vez que os investidores institucionais e de retalho se têm concentrado nesta classe de ativos, atraídos pela oportunidade de obter rendimentos muito atrativos, que deverão diminuir a médio prazo, à medida que os bancos centrais se preparam para reduzir as taxas diretoras. Do lado da oferta, tanto o mercado norte-americano como o europeu de IG expandiram-se devido à forte oferta. Em contrapartida, a dimensão do mercado HY contraiu-se, uma vez que muitos emitentes passaram a ter o estatuto de IG (as “estrelas em ascensão”) e outros optaram por se refinar fora dos mercados financeiros. Este desequilíbrio entre a oferta e a procura é outro fator técnico que tem apoiado a classe de ativos nos últimos trimestres.

Tendo em conta estas considerações, o alto rendimento parece ter mais vantagens do que o grau de investimento, mas não com estes diferenciais de crédito reduzidos. A avaliação no mercado de HY eleva muito a fasquia e torna o mercado propenso a desilusões que acabariam por conduzir a um alargamento moderado e temporário dos diferenciais de crédito. Nesta fase, consideraríamos a possibilidade de diminuir a nossa exposição ao IG em favor do HY. Por enquanto, estamos bastante satisfeitos em acumular cupões em obrigações de qualidade e em concentrar o nosso orçamento de risco em acções e não em crédito.

## Ouro “to the moon”?

O ouro atingiu um novo máximo histórico no final de março. O que é notável é o facto de a forte tendência de subida recente ter ocorrido num contexto em que a percentagem de "ouro financeiro" diminuiu substancialmente nos últimos dois anos, tal como indicado pela redução das participações nos maiores fundos negociados em bolsa (ETF) de ouro.

### Ouro vs participações em ETFs

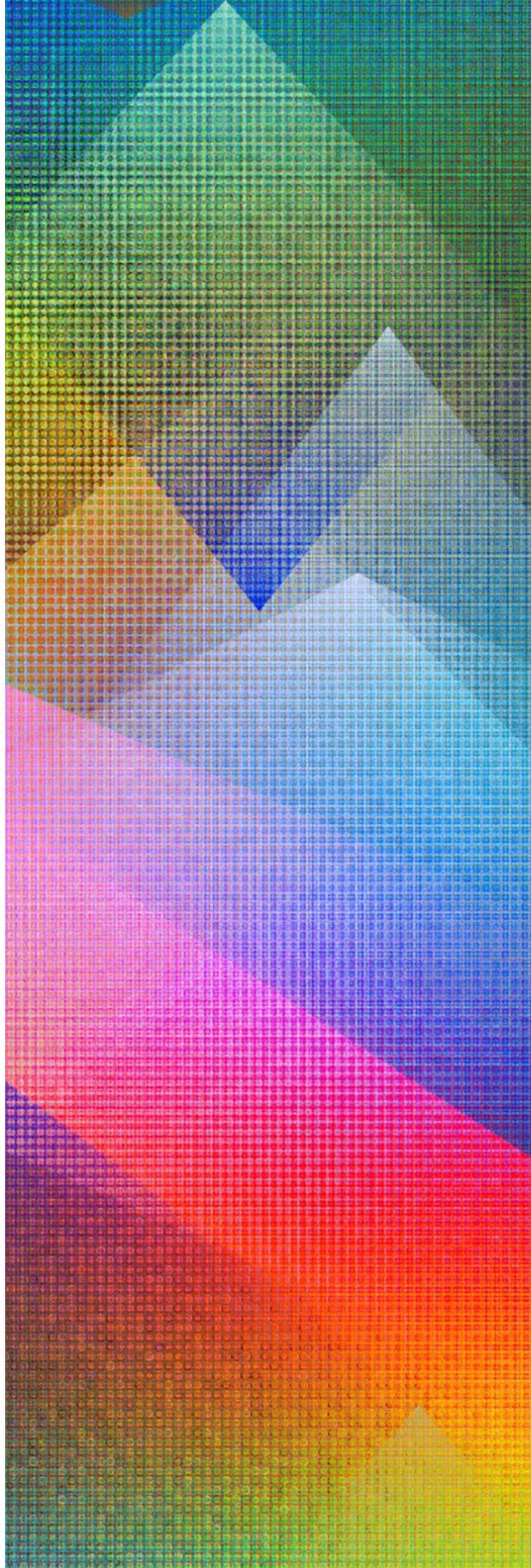
Os fluxos de saída dos ETF apoiados em ouro são compensados pela procura dos bancos centrais



Vemos vários apoios fundamentais para o metal amarelo. Em primeiro lugar, a sua relação negativa com os rendimentos reais está de volta ao lugar desde que as taxas reais atingiram o pico em junho passado. Em segundo lugar, uma das razões pelas quais o ouro atingiu novos máximos ao mesmo tempo que a Bitcoin e outros ativos de elevado momentum atingiram novos máximos não é uma coincidência. Suspeitamos que os fluxos de capital dos atores sistemáticos do mercado impulsionados pelo momentum podem ser uma força motriz fundamental. Em terceiro lugar, a procura física de ouro por parte dos bancos centrais aumentou acentuadamente desde 2022, amortecendo os fluxos de saída dos ETF apoiados em ouro.

Assim, é provável que a procura física se tenha tornado novamente um outro fator estrutural para o ouro, juntamente com a direção das taxas reais dos EUA e do dólar americano. Nomeadamente, os bancos centrais de alguns países emergentes aumentaram a diversificação das suas reservas, numa tentativa de reduzir a sua dependência do dólar. De um ponto de vista geopolítico, muitos países desejam tornar-se menos dependentes do dólar americano para reduzir o risco de sanções ou de controlo de ativos. Além disso, existem preocupações crescentes quanto à solvência a longo prazo do governo dos EUA, alimentadas pelo crescimento exponencial do défice dos EUA e pela descida da sua notação pela Fitch para AA+. Para ilustrar esta tendência, o banco central chinês tornou-se o maior comprador de ouro em 2023. De acordo com um inquérito realizado pelo World Gold Council, 24% dos bancos centrais planeiam aumentar a sua percentagem de ouro nas reservas externas em 2024, e mais de metade espera que as reservas denominadas em USD diminuam a médio prazo.

Assim, esperamos que o ouro beneficie dos apoios fundamentais proporcionados pela procura estrutural de ouro físico proveniente dos bancos centrais e dos rendimentos reais dos EUA, que deverão diminuir devido à tendência desinflacionista. A recente quebra técnica acima dos \$2100 proporciona uma garantia adicional de que o caminho de menor resistência é para cima.



# Presença geográfica

A CBH está presente em Genebra, Zurique, Londres, Luxemburgo, Israel, Hong Kong, Rio de Janeiro, São Paulo e Bahamas. Devido à sua exposição internacional, está sob a supervisão consolidada da FINMA na Suíça e as suas empresas afiliadas são supervisionadas pela CSSF no Luxemburgo, pela FCA no Reino Unido, pelo Banco Central das Baamas, pela SFC em Hong Kong e pela CVM no Brasil.



## Genebra

Headquarter

CBH Bank  
Bd Emile-Jaques-  
Dalcroze 7  
P.O. Box  
1211 Geneva 3, CH

cbhbank.com  
t +41 22 839 01 00

## Zurique

Branch Office

CBH Bank  
Bahnhofstrasse 82  
P.O. Box 1213  
8021 Zurich, CH

cbhbank.com  
t +41 44 218 15 15

## Luxemburgo

SICAV

1618 Investment Funds  
106, route d'Arlon  
L-8210 Mamer  
Grand-Duché de Luxembourg

1618am.com

## Londres

Subsidiary

CBH Wealth UK Limited  
2-4 Cork Street, London  
W1S 3LG, UK,

cbhbank.com  
t +44 207 647 1300

## Hong Kong

Subsidiary

CBH Asia Limited  
Suite 2001, 20th Floor,  
K11 ATELIER, 18-24  
Salisbury Road, Tsim Sha  
Tsui, Kowloon,  
Hong Kong, HK

cbhbank.com  
t +852 2869 0801

## Nassau

Subsidiary

CBH Bahamas Ltd.  
CBH House, East Bay  
Street  
P.O. Box N-1724  
Nassau, N.P., Bahamas

cbhbank.com  
t +1 242 394 61 61

## Rio de Janeiro

Subsidiary

1618 Investimentos  
Av. Ataulfo de Paiva,  
204 Salas 305 a 308  
Leblon, Rio de Janeiro/RJ  
CEP: 22440-033, Brazil

1618investimentos.com  
t +55 21 3993 6901

## São Paulo

Subsidiary

1618 Investimentos  
Rua Iguatemi, 192  
Itaim Bibi, São Paulo -SP  
CEP: 01451-010  
Brazil

1618investimentos.com  
t +55 11 4550 4401

## Tel Aviv

Representative Office

CBH Bank  
Rehov Tuval 40  
Ramat Gan  
5252247 Israel

cbhbank.com  
t +972 73 793 62 22

# Declaração de exoneração de responsabilidade

Esta publicação tem um carácter meramente informativo e não constitui qualquer oferta, incitamento ou recomendação por parte da CBH Compagnie Bancaire Helvétique SA ou de qualquer outro membro do seu grupo. Em particular, esta publicação não constitui um prospeto e as informações publicadas não devem ser entendidas como uma oferta de venda de quaisquer valores mobiliários ou uma proposta de investimento de qualquer tipo.

Trata-se de informações de carácter geral baseadas em conhecimentos próprios, informações fornecidas por terceiros e fontes acessíveis ao público. Não é apenas o resultado de um estudo financeiro independente, pelo que não se aplicam os requisitos legais relativos à independência do estudo financeiro. As informações e opiniões expressas nesta publicação foram publicadas pela CBH Compagnie Bancaire Helvétique SA, à data da sua redacção e estão sujeitas a alterações sem aviso prévio, em especial os preços indicados são actuais à data desta publicação e estão igualmente sujeitos a alterações sem aviso prévio.

Os investimentos nas classes de activos mencionados nesta publicação podem não ser adequados a todos os destinatários e podem não estar disponíveis em todos os países. Esta publicação não é dirigida nem se destina a ser distribuída ou utilizada por qualquer pessoa ou entidade que seja cidadã ou residente de, ou esteja localizada em, qualquer localidade, estado, país ou outra jurisdição onde tal distribuição, publicação, disponibilidade ou utilização seja contrária à lei ou regulamentação. Esta publicação foi preparada sem ter em conta os objectivos, a situação financeira ou as necessidades de qualquer investidor em particular. Antes de efetuar qualquer transacção, os investidores devem considerar a adequação da transacção às suas circunstâncias e objectivos individuais.

Em caso de dúvida, os investidores devem procurar aconselhamento profissional, incluindo aconselhamento fiscal. O valor dos investimentos e o rendimento dos mesmos pode diminuir ou aumentar e não é garantido, pelo que os investidores podem não recuperar o montante original investido; o valor de um investimento pode diminuir súbita e substancialmente; o desempenho passado não constitui um guia para o desempenho futuro; e os níveis e a base de tributação, bem como as isenções fiscais, podem mudar periodicamente. As alterações nas taxas de câmbio podem ter um efeito adverso no preço, valor ou rendimento de um investimento.

Tenha em atenção que o valor dos investimentos e o rendimento dos mesmos pode diminuir ou aumentar e não é garantido, pelo que pode não recuperar o montante original investido; o valor de um investimento pode diminuir súbita e substancialmente; o desempenho passado não constitui um guia para o desempenho futuro; e os níveis e a base de tributação, bem como as isenções fiscais, podem mudar periodicamente. As alterações nas taxas de câmbio podem ter um efeito adverso no preço, valor ou rendimento de um investimento.

Não é feita qualquer declaração relativamente à exatidão e integridade desta publicação, pelo que esta não deve ser considerada fiável. Os eventuais erros ou o carácter incompleto das informações contidas nesta publicação não constituem motivo de responsabilidade. Nem a Compagnie Bancaire Helvétique SA nem quaisquer outros membros do seu grupo são responsáveis pelas informações contidas nesta publicação.

Esta publicação só pode ser distribuída em países onde a sua distribuição é legalmente permitida pelas entidades locais da CBH. Esta publicação não é dirigida a qualquer pessoa em qualquer jurisdição onde (devido à sua nacionalidade, residência ou de outra forma) tais publicações sejam proibidas.

## Informações importantes sobre a distribuição

**Suíça** - Esta publicação é distribuída pela CBH Compagnie Bancaire Helvétique SA, uma entidade autorizada e regulamentada pela Autoridade de Supervisão do Mercado Financeiro Suíço (FINMA) na Suíça.

**Bahamas** - Esta publicação é distribuída aos clientes da CBH Bahamas Ltd. e não se destina a ser distribuída a pessoas designadas como cidadãos ou residentes das Bahamas para efeitos dos regulamentos e regras de controlo cambial das Bahamas. Por conseguinte, destina-se apenas a pessoas designadas ou consideradas não residentes.

**Hong-Kong** - Esta publicação é distribuída pela CBH Compagnie Bancaire Helvétique SA, e é distribuída pela CBH Asia Limited em seu próprio nome aos seus clientes. A CBH Asia Limited é uma empresa licenciada pela Hong Kong Securities and Futures Commission (SFC) e registada na Mandatory Provident Fund Schemes Authority (MPFA) e na Hong Kong Insurance Authority (IA).

**Reino Unido** - Esta publicação é distribuída aos clientes de e pela CBH Wealth UK Limited, autorizada e regulada no Reino Unido pela Financial Conduct Authority [FRN 514546]. Este documento destina-se a fins de informação geral e não é considerado um estudo de investimento. Para obter informações completas sobre as comunicações da CBH Wealth UK Limited, visite o nosso sítio Web ou fale com o seu Gestor de Relações.

**Estados Unidos** - Nem esta publicação nem qualquer cópia da mesma podem ser enviadas, levadas ou distribuídas nos Estados Unidos ou a qualquer pessoa dos Estados Unidos.

Esta publicação pode conter informações obtidas de terceiros, incluindo classificações, medidas de pontuação, preços e outros dados. A reprodução e distribuição de conteúdos de terceiros, sob qualquer forma, é proibida, exceto com a autorização prévia por escrito do terceiro em causa. Os fornecedores de conteúdos de terceiros não garantem a exatidão, integridade, atualidade ou disponibilidade de quaisquer informações, incluindo classificações, e não são responsáveis por quaisquer erros ou omissões (negligentes ou não), independentemente da causa, ou pelos resultados obtidos com a utilização desses conteúdos. Os fornecedores de conteúdos de terceiros não dão quaisquer garantias expressas ou implícitas, incluindo, mas não se limitando a, quaisquer garantias de comercialização ou adequação a um determinado fim ou utilização. Os fornecedores de conteúdos de terceiros não serão responsáveis por quaisquer danos directos, indirectos, incidentais, exemplares, compensatórios, punitivos, especiais ou consequenciais, custos, despesas, honorários legais ou perdas (incluindo perda de rendimentos ou lucros e custos de oportunidade) relacionados com qualquer utilização dos seus conteúdos, incluindo notações. As notações de crédito são declarações de opiniões e não são declarações de factos ou recomendações para comprar, manter ou vender títulos. Não se referem ao valor de mercado dos títulos ou à adequação dos títulos para efeitos de investimento e não devem ser consideradas como conselhos de investimento.

Esta publicação está protegida por direitos de autor e direitos de base de dados e não pode ser reproduzida, distribuída ou publicada por qualquer pessoa, para qualquer fim, sem o consentimento expresso prévio da CBH Compagnie Bancaire Helvétique SA. Todos os direitos são reservados.

Todos os dados a 31 de março de 2024  
Publicado em abril de 2024

*Creativity within Excellence*

**CBH** | Compagnie Bancaire Helvétique

Asset Management  
Boulevard Emile-Jaques-Dalcroze 7  
P.O.Box  
CH - 1211 Geneva 3

[am@cbhbank.com](mailto:am@cbhbank.com)  
[www.cbhbank.com](http://www.cbhbank.com)